

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

黄煜阳

分析师

SAC 执证编号: S0110524030001

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

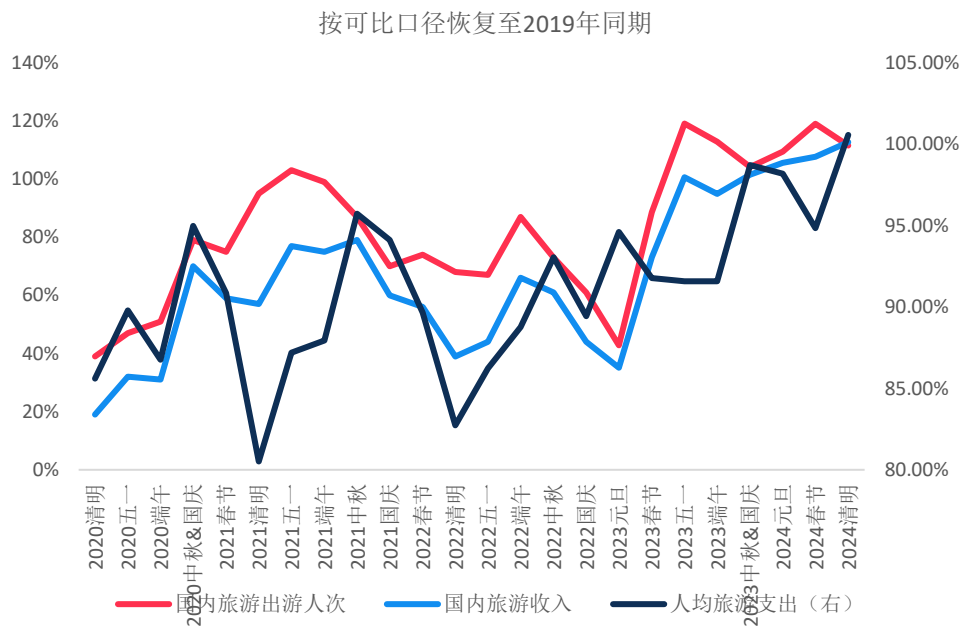
- 宏观经济周报：国内待机，海外偏强
- 2024 年 1-2 月经济数据点评：生产偏强，消费回暖
- 2 月 PMI 数据点评：经济低位运行，环比小幅好转

- **经济修复，市场震荡。**假期国内消费进一步好转。根据文旅部数据，清明假期3天全国国内旅游人次消费按可比口径恢复至2019年的100.6%，是2020年疫情以来首次超过2019年人次消费水平。
- **2024 年 1 季度 GDP 同比可能超 5%。**2024 年 1 季度 PMI 显示经济动能较去年 4 季度明显提升，2023 年 4 季度 GDP5 年平均同比增速为 4.91%。假设 (1): GDP5 年平均同比增速的方向与 PMI 不发生背离，就是说 2024 年 1 季度 GDP5 年平均同比增速为 4.91%，那么倒算的 2024 年 1 季度 GDP 同比增速为 5.0%。假设 (2): GDP5 年平均同比增速与 PMI 的背离不扩大，意味着 2024 年 1 季度 GDP5 年平均同比增速为 5.10%，那么倒算的 2024 年 1 季度 GDP 同比增速约为 6.0%。因此，如果 PMI 与 GDP 同比增速的经验规律成立，2024 年 1 季度 GDP 同比在 5.0%-6.0%之间。
- **关注板块轮动和三条线索。**在 4 月会议之前，股债商大概率小幅波动。从 A 股板块来看，上涨的板块指向三条线索，(1) 高股息率板块；(2) 与地产关联度较低的顺周期板块；(3) 有政策支持消费板块。从板块轮动来看，最近的情况显示动量能维持两周，超过两周可能会出现反向变化。
- **高频数据扫描。**高频数据显示经济低位平稳运行，关键数据起色不大。居民端，30 大中城市商品房成交面积大幅下滑处于低位。出行数据相对平稳。生产端，石油沥青装置开工率超季节性下行，高炉开工率小幅上行。同业存单显示跨月流动性宽松。
- **美国再超预期，海外风险积聚。**美国经济再超预期，美股和美债的走势进一步分化。此外，美债 10 年 tips 与黄金价格的背离反应了海外风险因素的积聚。
- **后市展望。**在 4 月会议之前，股、债、商很可能继续窄幅震荡，这或许是较好的经济数据与稳健的政策对冲的结果。如上文所述，一季度 GDP 同比增速大概率在 5% 以上，因此短期内市场观望为主。当前股债均顺势而为可能是较优策略。股市关注股指震荡板块轮动的机会。债券走势较强，不必轻易下车，但需对关键信息保持关注。
- **风险提示。**地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

1 经济修复，市场震荡

假期国内消费进一步好转。根据文旅部数据，清明假期3天全国国内旅游人次消费按可比口径恢复至2019年的100.6%，是2020年疫情以来首次超过2019年人次消费水平。其中，国内旅游出游1.19亿人次，按可比口径较2019年同期增长11.5%；国内游客出游花费539.5亿元，较2019年同期增长12.7%。

图1：清明假期消费可比口径恢复情况（%）



资料来源：文旅部、首创证券研究发展部

一季度GDP同比增速超过5%的可能性较大。我们用制造业PMI和非制造业PMI的季度均值来拟合GDP5年平均同比增速，发现自疫情之后的2020年3月至2022年9月，二者的线性拟合优度达到了0.93。

2024年1季度PMI显示经济动能较去年4季度明显提升，2023年4季度GDP5年平均同比增速为4.91%。

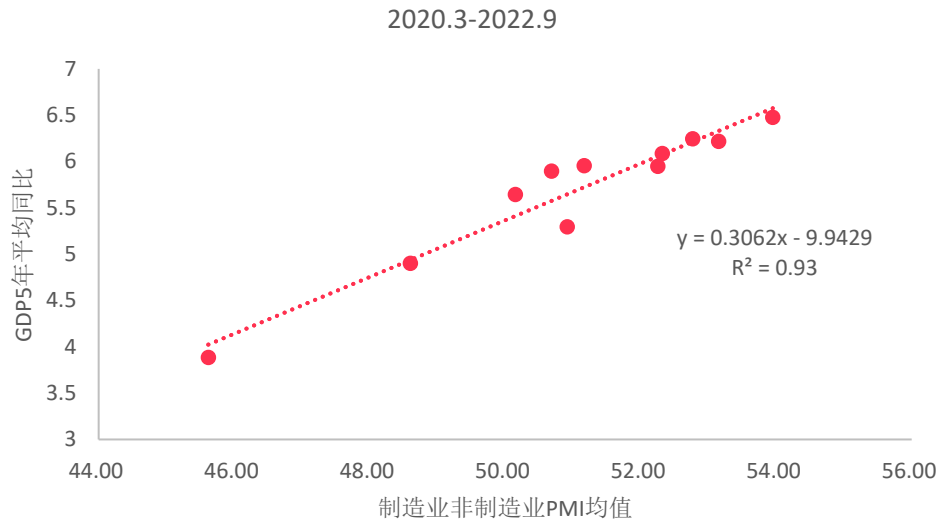
假设(1)：GDP5年平均同比增速的方向与PMI不发生背离，就是说2024年1季度GDP5年平均同比增速为4.91%，那么倒算的2024年1季度GDP同比增速为5.0%。

假设(2)：GDP5年平均同比增速与PMI的背离不扩大，就是说2024年1季度GDP5年平均同比增速为5.10%，那么倒算的2024年1季度GDP同比增速约为6.0%。

因此，如果PMI与GDP同比增速的经验规律成立，2024年1季度GDP同比在5.0%-6.0%之间。

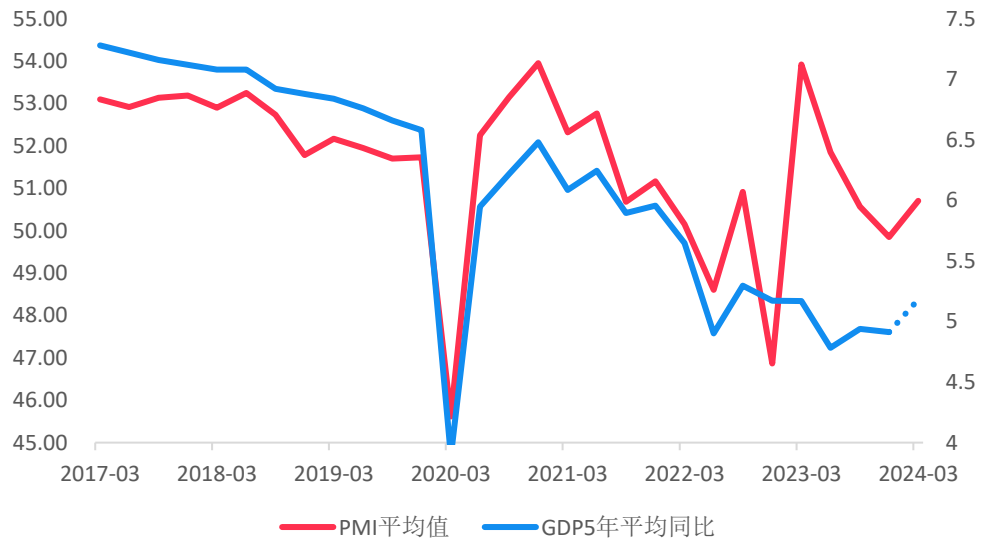
3月29日，中国人民银行货币政策委员会2024年第一季度例会指出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，提示了经济边际变化的信息。

图 2：PMI 隐含的 2024 年一季度 GDP 增速超 5（%）



资料来源：文旅部, 首创证券研究发展部

图 3：PMI 隐含的 2024 年一季度 GDP 增速超 5（%）

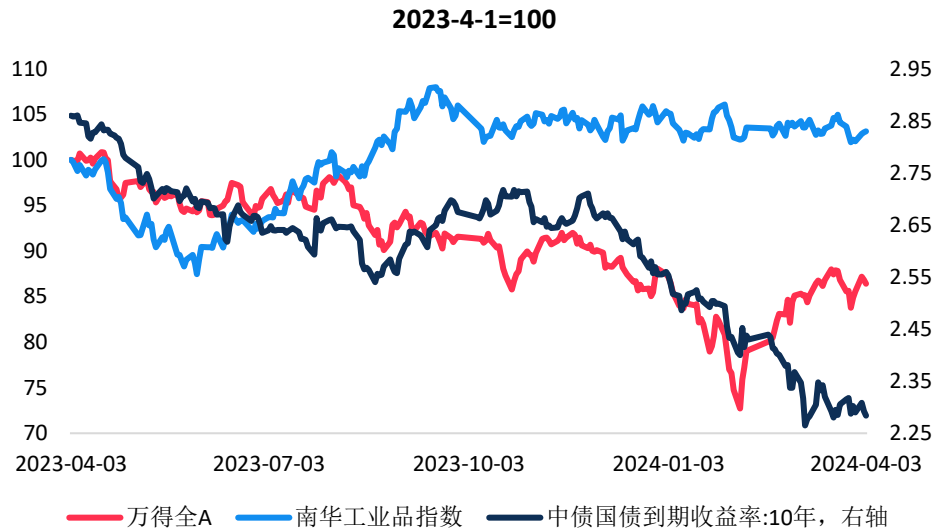


资料来源：文旅部, 首创证券研究发展部

在 4 月中共中央政治局召开经济工作会议之前，股债商大概率小幅波动。周内，万得全 A 上涨 1.0%，南华工业品指数上涨 1.1%，中债 10 年国债收益率下行不足 1bp。

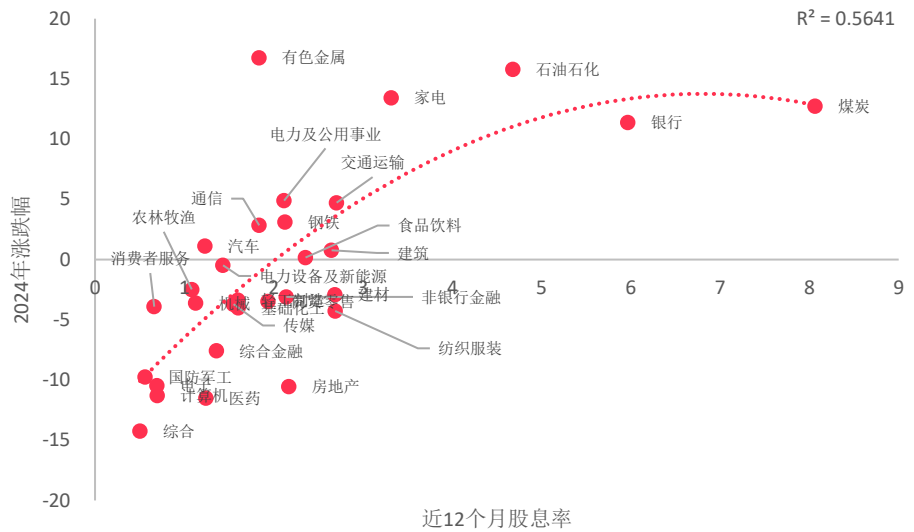
从 A 股板块来看，今年涨幅居前的板块指向三条线索，（1）高股息率的板块；（2）与地产关联度较低的顺周期板块；（3）有政策支持消费板块。从板块轮动来看，最近的情况动量能维持两周，超过两周可能会出现反向变化。

图 4：股债商



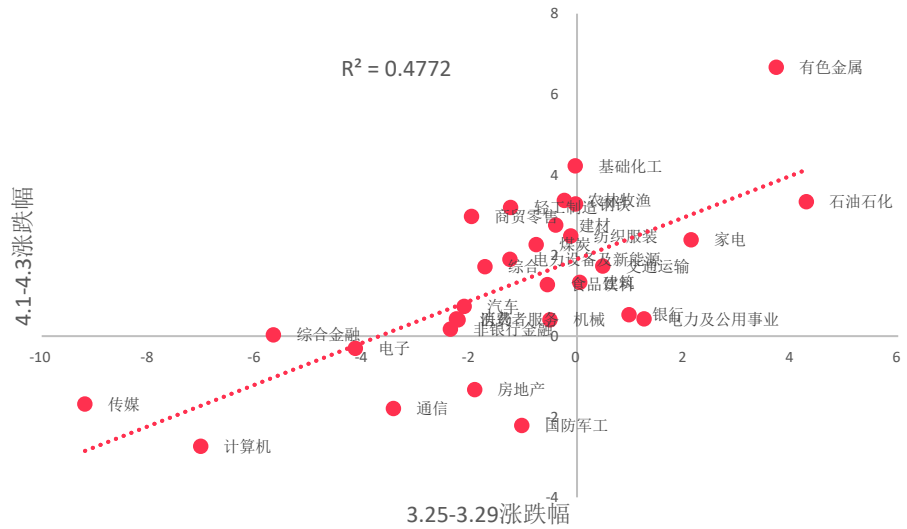
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 5：中信一级行业今年以来涨跌幅与近 12 个月股息率 (%)



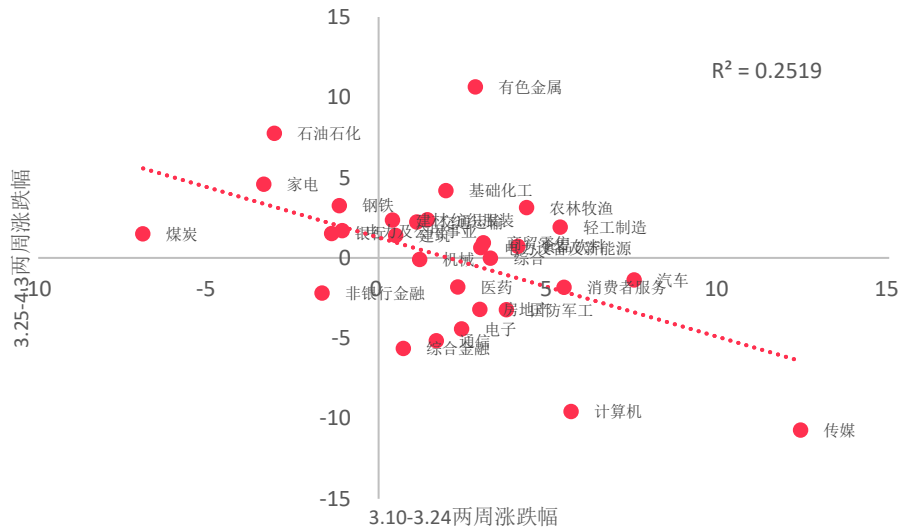
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：最近板块动量能维持两周（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：超过两周板块轮动负相关（%）

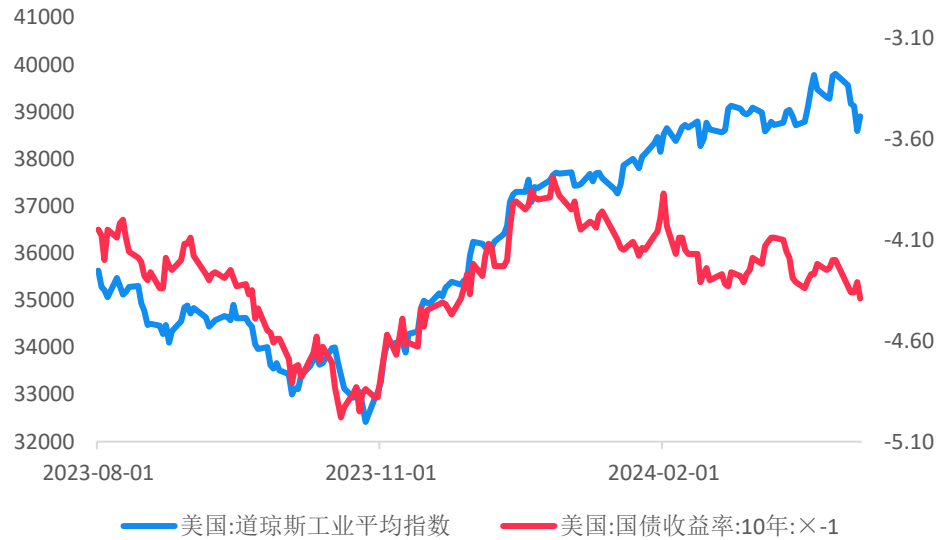


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 美国再超预期，海外风险积聚

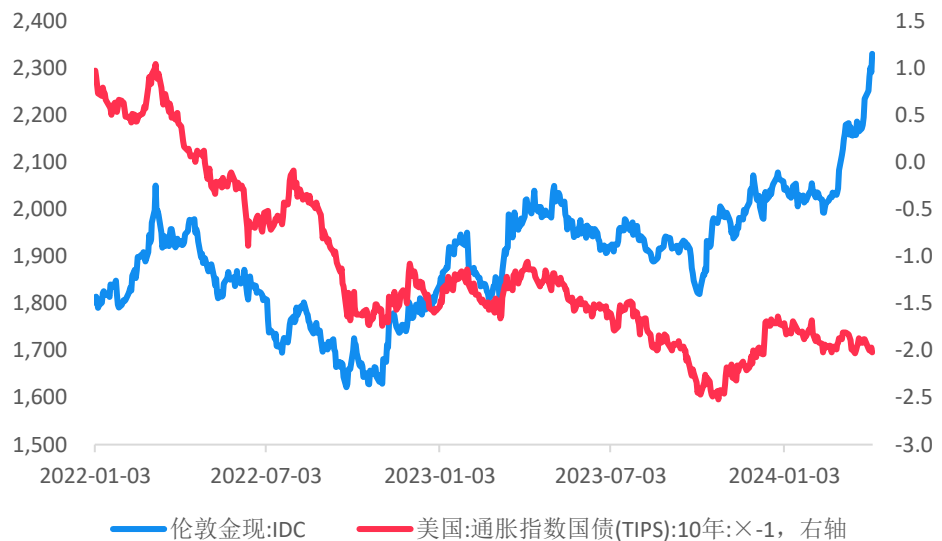
2024 年美国再超预期，美股和美债的走势进一步分化。此外，美债 10 年 tips 与黄金价格的背离反应了海外风险因素的积聚。

图 8：美国经济再超预期



资料来源：wind, 首创证券研究发展部

图 9：金价与 tips（左轴：美元/盎司，右轴：%）

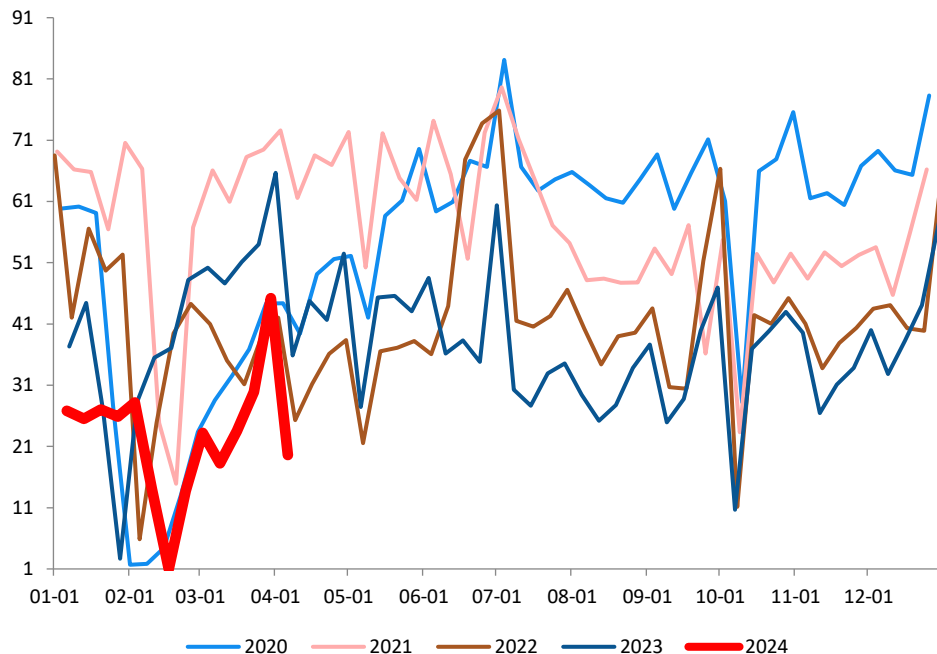


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 高频数据扫描

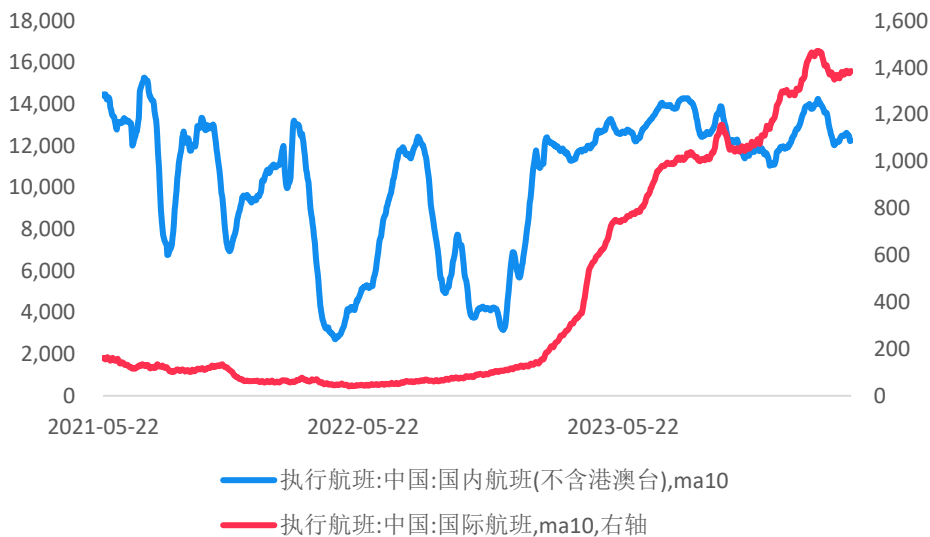
高频数据显示经济低位平稳运行，关键数据起色不大。居民端，30 大中城市商品房成交面积处于近年来低位。出行数据相对平稳，国际航班边际上小幅走强。生产端，石油沥青装置开工率超季节性下行，高炉开工率小幅上行。流动性方面，银行间流动性平稳，银行负债端成本下行，显示跨月流动性宽松。

图 10: 中国:30 大中城市:商品房成交面积:周 (万平方米)



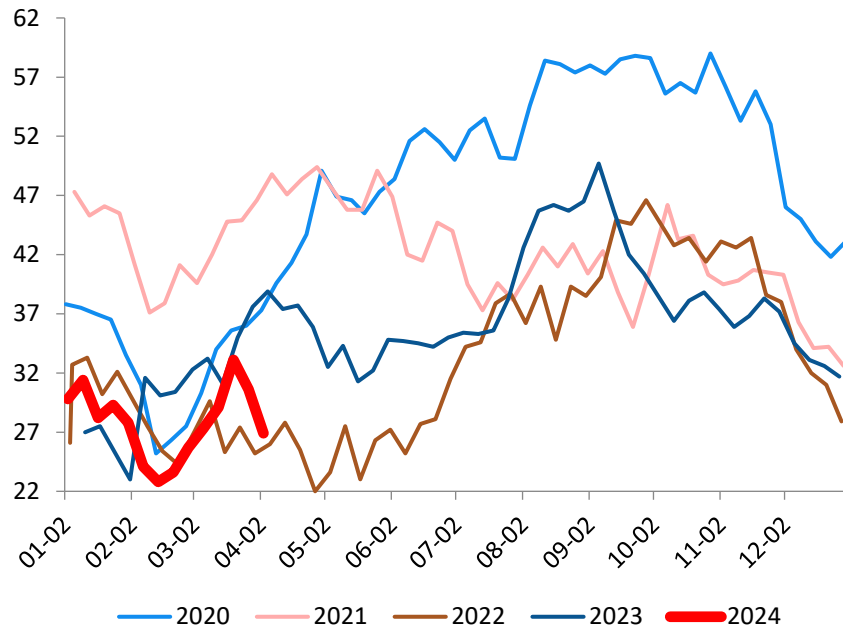
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 11: 执行航班 (架次)



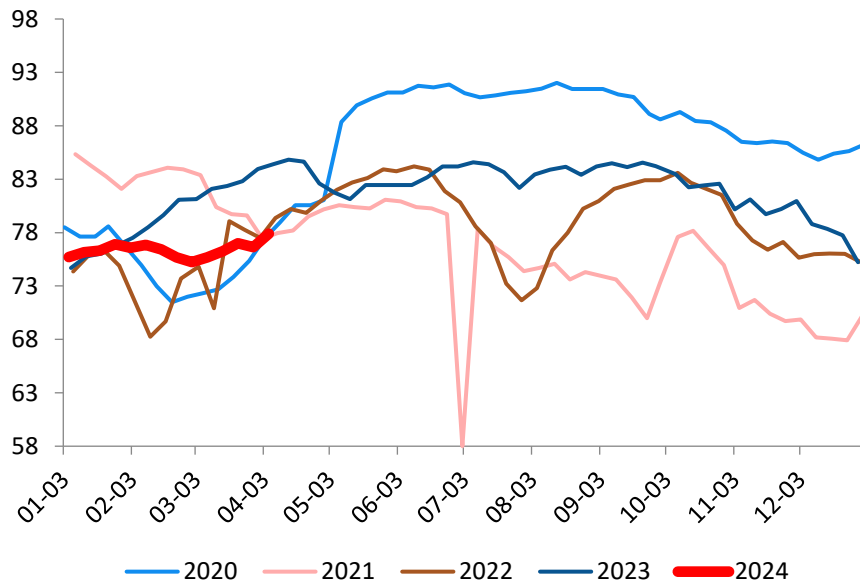
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 中国:开工率:石油沥青装置 (%)



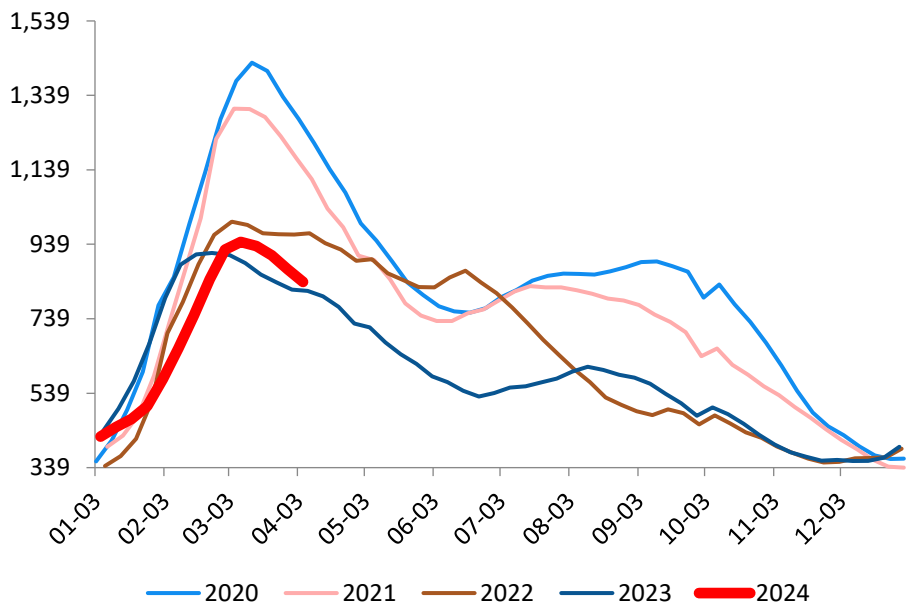
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 13: 中国:高炉开工率(247家):全国 (%)



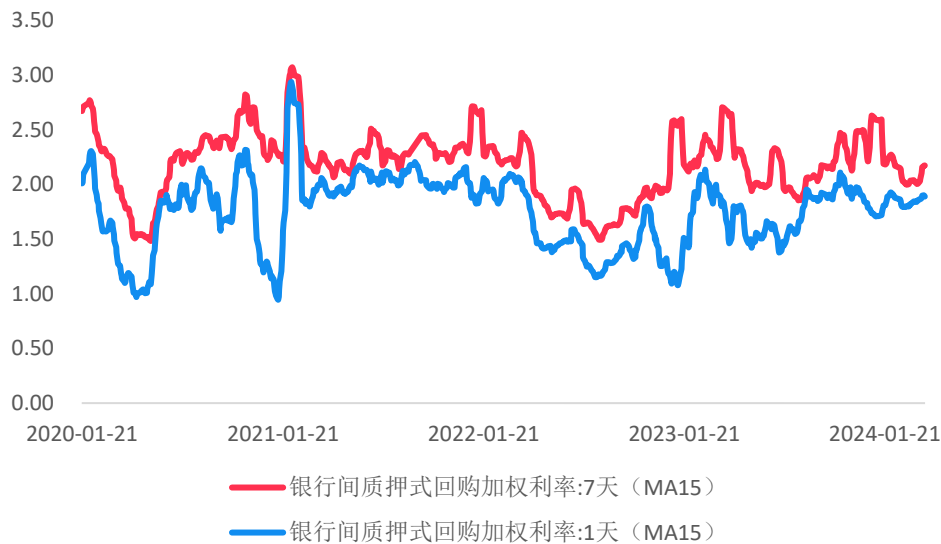
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 14：中国:库存:螺纹钢(含上海全部仓库)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 15：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 16: 同业存单收益率 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

在 4 月会议之前，股、债、商很可能继续窄幅震荡，这或许是较好的经济数据与稳健的政策对冲的结果。如上文所述，一季度 GDP 同比增速大概率在 5% 以上，因此短期内市场观望为主。当前股债均顺势而为可能是较优策略。股市关注股指震荡板块轮动的机会。债券走势较强，不必轻易下车，但需对关键信息保持关注。

5 风险提示

地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，宏观分析师，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现